

**Disponível em:**

<http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>

RACE, Joaçaba, v. 16, n. 2, p. 633-654, maio/ago. 2017

## **PERFORMANCE E FOCO DO GESTOR EM FUNDOS MULTIMERCADOS**

*Performance and managers' focus in multimarket funds*

**Patrycia Olivo Moreira**

E-mail: [patrycia\\_olivo@hotmail.com](mailto:patrycia_olivo@hotmail.com)

Graduada em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Uberlândia; Mestranda em Administração (Gestão Financeira e Controladoria) na Universidade Federal de Uberlândia; Assistente Administrativo na empresa Martins Comércio e Serviços de Distribuição S.A.

**Vitor Borges Tavares**

E-mail: [vitorbtavares@gmail.com](mailto:vitorbtavares@gmail.com)

Mestre em Administração (Gestão Financeira e Controladoria) pela Universidade Federal de Uberlândia; Graduado em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia; Administrador no Instituto Federal do Triângulo Mineiro.

**Rodrigo Fernandes Malaquias**

E-mail: [rodrigofmalaquias@yahoo.com.br](mailto:rodrigofmalaquias@yahoo.com.br)

Doutor em Administração (Finanças) pela Fundação Getúlio Vargas; Mestre em Administração (Finanças) pela Universidade Federal de Uberlândia; Professor nos Cursos de graduação, mestrado e doutorado em Ciências Contábeis da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia e no mestrado em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia. Endereço para contato: Avenida João Naves de Ávila, 2121, Blocos F e 1F, Salas 1F 215 e 216, *Campus* Santa Mônica, 38400-902, Uberlândia, Minas Gerais, Brasil.

Artigo recebido em 30 de setembro de 2016. Aceito em 03 de abril de 2017.

## Resumo

O objetivo principal com este artigo foi analisar a relação entre o foco do gestor e a performance dos fundos de investimentos multimercados. Com base em estudos anteriores, o modelo de pesquisa também considerou o foco da família administradora. A base de dados foi composta por 2.942 fundos no período de janeiro de 2012 a dezembro de 2015. Observou-se que o foco da família de fundos apresentou relação positiva com o desempenho, assim como o foco do gestor em fundos multimercados; porém, essa relação não foi persistente para diferentes medidas de performance como variável dependente. Com base nesses resultados, evidenciaram-se, nesta pesquisa, variáveis que podem ser utilizadas por cotistas de fundos de investimentos para a alocação de seus recursos no mercado financeiro.

Palavras-chave: Investidores institucionais. Gestão ativa. Economia de escala.

## Abstract

*The aim of this research is to analyze the relationship between managers' focus and the performance of multimarket investment funds. Grounded in previous research, the quantitative model of this study also involves the focus of funds families. The database is comprised of 2,942 investment funds in the period from January 2012 to December 2015. We observed that both managers' focus and families' focus in the category of multimarket funds have a positive effect on the performance of investment funds. Nevertheless, the positive effect of these variables is not consistent among different indexes of performance. Based on these results, this research discloses some variables that investors can use in order to allocate their financial resources in the capital market.*

*Keywords: Institutional investors. Active management. Economies of scale.*

## 1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais corresponde a uma parte importante da economia de um país. Nesse contexto, segundo Davis (2003), o desenvolvimento dos fundos de investimento influencia o tamanho do mercado de capitais estimulando a economia como um todo. No Brasil, a indústria de fundos de investimentos apresentou considerável crescimento nos últimos anos (GOMES; CRESTO, 2010; MALAQUIAS; EID JUNIOR, 2014).

Tizziani et al. (2010) apontam que houve um aumento da credibilidade do mercado brasileiro em decorrência da estabilização da moeda (Plano Real), do controle da inflação e da dívida externa e das mudanças na legislação que regulam melhor o mercado, tornando-o mais transparente e confiável aos investidores.

De acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima) (2015), a indústria de fundos brasileira vem sofrendo transformações ao longo do século XXI. Essas mudanças são refletidas no aumento dos números de cotistas, do seu patrimônio líquido e do volume de fundos disponíveis. Em 2014, havia 121 gestoras associadas à Anbima com um total de R\$ 2,7 trilhões em patrimônio líquido, distribuídos em 14 mil fundos formados por 11,5 milhões de cotistas e captação de 2,2 bilhões no mercado doméstico, sendo a sétima maior indústria de gestão de recursos do mundo. Em junho de 2009 eram 4.606 fundos geridos por 81 administradoras (IQUIAPAZA, 2009). Houve, portanto, um aumento de 49,38% do número de administradoras entre junho de 2009 e dezembro de 2014 e, um aumento superior a 200% do total de fundos no mesmo período.

No mercado acionário, de acordo com a Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM), os preços dos títulos refletem todas as informações relevantes disponíveis sobre ele (FAMA, 1970). Em sua forma semiforte, não há (elevada) possibilidade ganhos de arbitragem, pois as informações públicas disponíveis são refletidas no preço das ações, portanto, as possíveis chances de auferir lucros extraordinários com base nessas informações são pequenas. Essa teoria e esses argumentos mostraram-se aderentes em países com mercados de capitais mais avançados, como Suíça e Estados Unidos, onde há um sistema financeiro e um mercado de capitais eficientes (ACKERMANN; MCENALLY; RAVENSCRAFT, 1999; AMIN; KAT, 2003).

Contudo, cabe o questionamento dessa teoria para mercados emergentes, em que a velocidade do ajuste de preços dos títulos sobre certa informação lançada pode ser mais lenta em comparação a mercados desenvolvidos (MALAQUIAS, 2012), corroborando sobre a precificação de ativos no mercado brasileiro (CAMARGOS; ROMERO, 2006; ROCHMAN; EID JUNIOR, 2007).

A eficiência de alocação de recursos e o desenvolvimento dos mercados de capitais podem ser influenciados por ações governamentais (BENCIVENGA; SMITH, 1991) e também pelo grau de assimetria de informação (EID JUNIOR; SECURATO, 2010). Dessa forma, corrobora-se a possibilidade de que é possível agregar valor no mercado brasileiro com base na gestão ativa, por conta de seu nível de eficiência informacional.

Nesse contexto de possível agregação de valor, Siggelkow (2003) verificou que os fundos mútuos que pertencem a famílias mais especializadas têm resultados melhores do que fundos similares de famílias diversificadas, o que foi ratificado por Iquiapaza (2009).

Na relação entre famílias de fundos e investidores há um intermediário, o gestor do fundo de investimento, que desempenha um papel crucial para o desempenho do

fundo. A importância do gestor do fundo é destacada por Bryant (2012), afirmando que, ao comprar um patrimônio do fundo de investimento, o investidor está comprando a perícia de um gerente em escolher ações. Assim como as famílias de fundos, os gestores podem ser mais ou menos especializados em determinados tipos de fundos de investimento. Bryant (2012) verificou que a utilização de um gestor em mais de um fundo de investimento gera um ganho de economia de escala à família de fundo.

Assim, neste trabalho teve-se o seguinte problema de pesquisa: qual a relação entre o foco do gestor e a performance dos fundos de investimento brasileiros? Dessa forma, no trabalho teve-se como objetivo *analisar a relação entre o foco do gestor e o desempenho dos fundos de investimentos brasileiros*. Ademais, pretendeu-se analisar a relação entre o foco das famílias de fundos e a performance destes.

A justificativa para a realização desta pesquisa se encontra no crescimento do volume de fundos mútuos brasileiros nos últimos anos, na importância da administração mais especializada e focada dos fundos mútuos para agregar valor aos títulos e na influência sobre o desenvolvimento de mercado de capitais e o progresso da economia. Estudos específicos que envolvem simultaneamente o foco do gestor, o foco das famílias e a performance dos fundos administrados não foram identificados, até o que se pôde pesquisar sobre o assunto.

Além disso, a escolha do Brasil como objeto de estudo se justifica pelo fato de o nosso País ser o maior economicamente entre os países da América Latina. Atualmente, o Brasil é o único país latino-americano entre os 10 mais ricos do mundo, ocupando o sétimo lugar (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2015). Além disso, segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (2015), o Brasil também é a sétima maior indústria de fundos do mundo, sendo a maior entre os países da América Latina. Não obstante, nas últimas décadas, sofreu mudanças econômicas positivas que possibilitaram forte crescimento econômico, estabilidade macroeconômica e bom grau de investimento, tornando-o um concorrente em nível mundial (BLACK; CARVALHO; SAMPAIO, 2014).

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 HIPÓTESE DE EFICIÊNCIA DE MERCADO

O mercado de capitais tem como propósito transferir fundos entre os credores, os quais são os poupadores de dinheiro, e os devedores, os tomadores de dinhei-

ro, de forma eficiente (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005). Segundo Fama (1970), a base do desenvolvimento de um país são os mercados de capitais, e a capacidade do mercado de alocar poupança e investimento pode influenciar a precificação dos títulos.

Considerada base da Moderna Teoria de Finanças, a Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM), desenvolvida por Fama (1970), tem como base a afirmativa de que o preço dos ativos de uma companhia reflete as informações disponíveis sobre essa empresa no mercado. Desse modo, os investidores não conseguiriam auferir consistentemente retornos superiores ao risco enfrentado para cada ativo, com base em negociações realizadas de acordo com o nível informacional no qual o mercado venha a se classificar. Nesse contexto, o mercado de capitais é considerado eficiente quando seus ativos financeiros refletem todas as informações disponíveis sobre ele no mercado.

Com base no comportamento dos mercados financeiros, Fama (1970) propôs três formas de eficiência: forte, semiforte e fraca. A hipótese da forma fraca de eficiência do mercado estabelece que o preço dos ativos reflete toda a informação histórica relevante. A hipótese de eficiência sobre a forma semiforte determina que os preços dos ativos espelham toda a informação pública disponível no mercado. A hipótese de eficiência em sua forma forte afirma que os preços das ações refletem integralmente todas as informações existentes no mercado, sendo estas públicas ou privadas. Qualquer informação que possa ter vínculo com a ação será incorporada no valor dessa ação (FAMA, 1970; FAMA, 1991), o que pode originar as anomalias temporárias de mercado.

Porém, no que diz respeito ao comportamento dos fundos de investimentos em relação à HEM, por um lado, a gestão passiva dos fundos converge com a HEM, por outro, a gestão ativa dos fundos em que os gestores ativos tentam superar o índice de *benchmark* do mercado diverge da HEM. A gestão ativa dos fundos consiste na concepção de que alguns gestores apresentam habilidades gerenciais diferenciadas, permitindo-os a identificação de ativos inadequadamente precificados e, com isso, a obtenção de retornos superiores (BOLLEN; BUSSE, 2005).

Em consonância com o exposto de que os fundos podem obter ganhos não nulos, a assimetria de informação ocorre quando algum agente possui informações de uma empresa, informações que não estão disponíveis para os outros agentes (HEALY; PALEPU, 1993). Nesse contexto, Abad e Rubia (2005) afirmam que existem dois tipos de investidores: os agentes informados, que dispõem de informações privadas usando-as para obter ganhos econômicos enquanto o preço do ativo não reflete seu valor fundamental, e os agentes desinformados, que detêm somente as informações publicamente disponíveis.

A assimetria de informação possibilita o surgimento de conflitos de interesses baseado na teoria de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Isso ocorre em razão de o gestor dos fundos poder fazer uso de informação privilegiada em benefício próprio, obtida em decorrência da assimetria de informação.

A assimetria informacional decorre da obtenção de informação relevante que ainda não está disponível ao público em geral, mas que pode ser obtida por investidores que têm acesso a ela. Esse privilégio na obtenção da informação impõe um risco informacional aos participantes não informados do mercado. Nesse contexto, o ganho dos investidores informados corresponde à perda dos não informados, o que fará com que estes demandem maiores retornos *ex ante*, a fim de se resguardarem do risco. Dessa forma, a assimetria de informação gera o aumento *ex ante* do custo de capital na emissão de ações no mercado (BRESSAN et al., 2007; LANZANA, 2004).

Nesse contexto, Bressan et al. (2007) desenvolveram um trabalho com a hipótese de que, por reduzir assimetria de informação, a governança corporativa teria relação positiva com a rentabilidade das ações. Eles verificaram que as empresas que possuíam menor assimetria de informação (representada pela *proxy* governança corporativa) obtiveram rentabilidade média maior do que as que tinham maior assimetria de informação, não rejeitando, dessa forma, a hipótese do estudo.

## 2.2 FUNDOS DE INVESTIMENTOS, GESTORES E FAMÍLIAS DE FUNDOS

Segundo Iquiapaza (2009), os fundos de investimentos correspondem a fundos que captam recursos financeiros de diversos poupadores pequenos, aplicando-os em portfólios diversificados, como, por exemplo: ações, debêntures, bônus, entre outros. Esses fundos proporcionam certas vantagens aos seus investidores quando comparados a investidores individuais, como maior liquidez, diversificação de portfólio e diminuição de custos por causa da economia de escala. Oliveira Filho (2008) enxerga a diversificação como um dos benefícios dos fundos de investimento. Outrossim, a Teoria do Portfólio, desenvolvida por Markowitz (1952), define a diversificação como uma forma de otimizar o desempenho dos investimentos.

Há estudos sobre conflitos de interesse em fundos de investimento (ZENG, YUAN e ZHANG, 2015), os efeitos de suas negociações e fluxos financeiros no preço das ações do mercado de capitais (JIAO; YE, 2014; NARAYAN; NARAYAN; PRA-BHEESH, 2014), bem como a associação da composição de suas carteiras com o gerenciamento de resultados das companhias investidas (CHI, YANG; YOUNG, 2014).

As características relacionadas aos fundos de investimentos também despertam interesse dos pesquisadores, como é o caso da análise de efeitos do tamanho dos fundos, da estrutura de gestão e, no caso desta pesquisa, da família e do respectivo gestor. As famílias de fundos correspondem a conjuntos de fundos com diferentes tipos de exposição de riscos e diferentes perfis de retornos, administrados por uma mesma empresa ou empresas de um mesmo grupo, e o seu foco está relacionado com o grau de especialização destas com a presença, mais ou menos focada, em determinadas categorias de investimentos (IQUIAPAZA, 2009).

A grande variedade de fundos oferecida por uma família pode fazer os investidores se restringirem a ela (KEMPF; RUENZI, 2008). Assim, para Massa (1998), a diversificação de tipos de fundos pode ser utilizada como uma estratégia de marketing para atender à heterogeneidade dos investidores.

Entretanto, Siggelkow (2003) afirma que os fundos mútuos que pertencem a famílias mais especializadas têm resultados melhores do que fundos similares, mas administrados por famílias diversificadas. A administradora mais focada tende a possuir maior habilidade para desenvolver competências e economias de escala ao investir, atingindo maior participação de mercado e desempenho superior, pois as famílias que se especializam têm melhores condições de avaliar e atrair os gestores de fundos em seu segmento específico. Nessa linha, Ciccotello, Miles e Walsh (2006) apontam que as famílias que se especializam dentro de uma pequena linha de produtos podem proporcionar maiores retornos líquidos do que as famílias não focadas. Isso ocorre em razão das economias de escopo e também do conhecimento desenvolvido por essa família especializada.

Segundo Bryant (2012), cada objetivo de investimento requer que o gestor do fundo tenha específico conhecimento, experiência e nível de competência. Fundos com ativos de características diferentes requerem diferentes habilidades de gerenciamento (DELI, 2002). Um gerente que segue uma estratégia de negociação consistente e que proporciona retornos consistentes ao longo de um período relativamente longo de tempo beneficia os investidores, diminuindo a volatilidade dos retornos a eles proporcionados (BUSSE, 1999).

Conforme dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2015), a CVM editou, no final de 2014, as Instruções ns. 554 e 555 com a finalidade de atualizar as formas de divulgação de informações por parte dos fundos de investimento, redefinindo conceitos de investidores. Com vigência desde 01 de julho de 2015, as normas pretendem aumentar a eficiência da indústria, reduzindo custos e aumentando a transparência das informações ao público. Nesse

contexto, houve a classificação de fundos pela CVM, reduzindo-os de sete para quatro classes de fundos de investimentos nacionais.

De acordo com Malaquias e Eid Junior (2013), um segmento de fundos que vem sendo pesquisado recentemente em nível internacional se refere aos *hedge funds*. No Brasil, os que mais se aproximam desses fundos dizem respeito aos fundos multimercados (JOAQUIM; MOURA, 2011). Especificidades desses fundos, como relação da performance com a teoria de agência (CHEVALIER; ELISSON, 1997; ACKERMANN; MCENALLY; RAVENS CRAFT, 1999; AGARWAL; NAIK, 2000), HEM, operações com derivativos, pagamento de taxas de performance e admissão de posição de alavancagem fazem com que esse tipo de fundo seja objeto de estudo dos pesquisadores (AGARWAL; NAIK, 2000; LI; ZHANG; ZHAO, 2011).

Os fundos multimercados registraram as maiores rentabilidades entre os tipos classificados (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS, 2015). A taxa subiu de 6,73% em 2013 para 10,81% em 2014. Nesse contexto, os fundos abordados neste trabalho são fundos multimercados que captam investimentos em ativos de diversos mercados, como de ações, renda fixa, renda variável, em diversas proporções.

No processo de investimento em fundos, a companhia administradora contrata um gestor que irá prestar serviços às famílias de fundos. Assim, a organização das famílias de fundo de investimento pode envolver três atores: famílias de fundos, gestores de fundos e investidores.

A importância do gestor pode ser percebida nos resultados obtidos no trabalho de Clare et al. (2014). Eles verificaram que a substituição de um gestor de fundo com desempenho médio tende a melhorar os resultados do fundo, e que a substituição do gestor de um fundo com alto desempenho tende a piorar o desempenho. Ou seja, o gestor do fundo desempenha um papel relevante na família de fundos para a obtenção de bons resultados.

Alguns estudos verificaram que há uma relação negativa entre a quantidade de fundos administrada pelo gestor e o desempenho dos fundos (PRATHER; BERTIN; HENKER, 2004; HU; CHANG, 2008; HU; YU; WANG, 2012). Entretanto, até o que se pôde analisar, não se tem conhecimento de trabalhos que analisaram se a especialização do gestor, ou seja, o foco em determinada categoria de fundo de investimento tem relação com o desempenho dos fundos.

Dessa forma, em consonância com a aceitação da não ocorrência da HEM e de que há ganhos não nulos com os resultados encontrados para a relação entre o foco das famílias e a performance dos fundos de investimento e, ainda, fazendo uma

analogia entre o foco da família e o foco do gestor do fundo, neste trabalho têm-se as seguintes hipóteses:

$H_1$ : O foco do gestor apresenta relação positiva com a performance dos fundos de investimento;

$H_2$ : O foco da família dos fundos apresenta relação positiva com a performance dos fundos de investimento.

### 3 METODOLOGIA

Para análise neste estudo os dados foram coletados do Sistema de Informações da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (SI-Anbima) bem como do Banco de Dados Econometrica, no período de janeiro de 2012 a dezembro de 2015. A junção das bases de dados do SI-Anbima com as informações disponíveis no sítio eletrônico da CVM, após a exclusão dos *missing values*, resultou em 2.942 fundos de investimentos multimercados com dados disponíveis para a realização do estudo.

A variável rentabilidade corresponde à variação de quanto o fundo rendeu no período  $t$  em relação ao período  $t-1$ , apresentada mensalmente. Essa variável foi submetida ao procedimento de winsorização a 1% para eliminar potenciais vieses decorrentes de *outliers*. A rentabilidade mensal serviu de base para o cálculo da variável dependente do modelo, o Índice de Sharpe. Assim, no modelo de regressão múltipla, utilizou-se como variável dependente (de saída) o Índice de Sharpe de cada fundo para o período, que pondera o retorno adicional médio do fundo pela sua volatilidade. Considerou-se como estimativa para a taxa livre de risco a taxa Selic mensal, sendo o Índice de Sharpe também submetido ao procedimento de winsorização a 1%.

Observando o estudo de Israelsen (2005), em que fundos com prêmio pelo risco negativo proporcionariam um resultado com viés para o Índice de Sharpe convencional, inseriram-se mais duas variáveis dependentes no estudo: uma (Índice de Sharpe positivo) que considera apenas fundos com Índice de Sharpe positivo e outra (Índice de Sharpe ajustado) que considera o Índice de Sharpe ajustado, conforme proposto por Israelsen (2005). Nesse último caso, quando os fundos possuem prêmio pelo risco positivo, faz-se a ponderação desse valor pela sua volatilidade; contudo, quando o prêmio pelo risco é negativo, eleva-se a volatilidade ao valor de 1 negativo, proporcionando, assim, a sua multiplicação pelo prêmio negativo. Essa seria uma alternativa para melhor classificar fundos de investimento com base no retorno ajustado ao risco.

Como variáveis de interesse nos testes quantitativos, foram considerados o foco do gestor da família de fundos (FocGest) e o foco da família de fundos (FocFam). Além dessas variáveis, o modelo quantitativo também considera como variáveis de controle o tamanho da família, o tamanho do fundo, a taxa máxima de administração cobrada anualmente e a idade do fundo, além das variáveis *dummies* taxa de performance do fundo e fundos de investimentos em cotas de fundos de investimentos. A Equação 1 ilustra o modelo quantitativo testado e a descrição das variáveis encontra-se a seguir.

$$\begin{aligned} \text{Sharpe}_i = & \beta_0 + \beta_1 * \text{TamFundo}_i + \beta_2 * \text{Idade}_i + \beta_3 * \text{TxAdm}_i + \beta_4 * \text{TxFam}_i + \beta_5 \\ & * \text{FIC}_i + \beta_6 * \text{FocGest}_i + \\ & + \beta_7 * \text{FocFam}_i + \beta_8 * \text{TamFam}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (1)$$

Em que:  $\text{Sharpe}_i$  = Índice de Sharpe de cada fundo para o período de análise;  $\text{TamFundo}_i$  = tamanho do fundo, medido pelo logaritmo neperiano do patrimônio líquido médio do fundo no período;  $\text{Idade}_i$  = idade do fundo (em anos) em 31/12/2015;  $\text{TxAdm}_i$  = taxa máxima de administração cobrada anualmente pelos fundos;  $\text{TxFam}_i$  = variável *dummy*, recebendo valor 1 para fundos que cobram taxa de performance, e 0 para os demais;  $\text{FIC}_i$  = variável *dummy*, recebendo valor 1 para fundo de investimento em cotas, e 0 para os demais;  $\text{FocGest}_i$  = proxy para o foco do gestor (quantidade de fundos multimercados em relação à quantidade de fundos total sob gestão);  $\text{FocFam}_i$  = proxy para o foco da família (quantidade de fundos multimercados em relação à quantidade de fundos da família);  $\text{TamFam}_i$  = proxy para o tamanho da família, mensurada pelo logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrada pela família;  $\varepsilon_i$  = termo de erro;  $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7,$  e  $\beta_8$  = parâmetros do modelo.

O foco do gestor (FocGest) foi estimado pela divisão da quantidade de fundos multimercados administrados pelo gestor pela quantidade total de fundos sob responsabilidade do respectivo gestor. De forma semelhante, o foco da família de fundos (FocFam) foi estimado pela divisão da quantidade de fundos multimercados pela quantidade total de fundos sob responsabilidade da respectiva administradora.

O tamanho da família (TamFam) foi medido pelo logaritmo neperiano da quantidade de fundos que a família possui. Essa variável foi utilizada como variável de controle nos trabalhos de Iquiapaza (2009) e Bryant (2012). Em decorrência da possibilidade de fundos maiores terem desempenho superior em relação aos menores em razão do maior poder de barganha e da economia em escala (ROCHMAN; EID JUNIOR, 2006), o tamanho dos fundos (TamFundo) também foi utilizado como uma variável de controle, mensurado por meio do logaritmo neperiano do patrimônio líquido médio de cada fundo no período.

A variável idade do fundo (Idade) inserida para ponderar os resultados em virtude da possibilidade de desempenho inferior dos fundos decorrente de custos mais altos no início de sua existência (ROCHMAN; EID JUNIOR, 2006), está representada em anos, indicando a idade do fundo na data de 31 de dezembro de 2015. Em trabalhos que analisaram a relação dessa variável com a rentabilidade dos fundos, Dangl et al. (2008) e Li et al. (2011) verificaram uma relação negativa entre ela e a rentabilidade.

A variável taxa de administração (TxAdm) tem por objetivo captar as variações da performance decorrentes de fundos que cobram maiores e menores taxas. Segundo Iquiapaza (2009), por meio dessa taxa a família de fundos tenta maximizar o seu benefício, otimizando os ativos sob sua administração. Além desse autor, Bryant (2012) também utilizou essa variável como controle. Outra taxa estabelecida foi a de performance (TxPerf), cujo pagamento aos gestores varia de acordo com o desempenho do fundo. Elton, Gruber e Blake (2003) a definem como a recompensa pelo excesso de desempenho que um fundo obtém em comparação com seu *benchmark*.

Foi incluída no modelo a variável *dummy* FIC, que diferencia os fundos de investimento em cotas dos demais. De acordo com Amin e Kat (2003), os fundos de investimento em cotas podem gerar duplicidade na cobrança de taxas e, assim, prejudicar a performance dos fundos. Em razão disso, Malaquias (2012) também utilizou essa variável em seu estudo. O Quadro 1, a seguir, resume as variáveis utilizadas neste estudo.

Quadro 1 – Variáveis independentes utilizadas no estudo

Variável	Descrição	Forma de medida
TamFundo	Tamanho do fundo	Logaritmo neperiano do patrimônio líquido médio do fundo no período.
Idade	Idade do fundo	Idade do fundo, em anos, em 31/12/2015.
TxAdm	Taxa de administração	Taxa máxima de administração cobrada anualmente pelo fundo.
TxPerf	Taxa de performance	Variável dummy: assume 1 para fundos que cobram taxa de performance e zero para os demais.
FIC	Fundos de inv. em cotas	Variável dummy: assume 1 para fundos de cotas e zero para os demais.
FocGest	Foco do gestor	Divisão da quantidade de fundos multimercados do gestor pela quantidade total de fundos sob responsabilidade do respectivo gestor.
FocFam	Foco da família	Divisão da quantidade de fundos multimercados pela quantidade total de fundos sob responsabilidade da respectiva administradora.
TamFam	Tamanho da família	Logaritmo neperiano da quantidade de fundos que a família possui.

Fonte: os autores.

## 4 RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas no trabalho. Ela mostra o número de observações de cada variável, bem como os valores mínimo, médio e máximo de cada uma, além do desvio padrão.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis utilizadas no trabalho

Variáveis	n	Média	Desv. Pad.	Mín.	Máx.
Índ. Sharpe	2.942	0,005	0,430	-9,513	1,902
Índ. Sharpe (positivo)	1.556	0,211	0,274	0,001	1,902
Índ. Sharpe (ajustado)	2.942	-0,068	0,690	-5,290	1,902
TamFundo	2.942	17,587	1,487	12,608	23,294
Idade	2.942	8,538	3,700	4,064	22,992
TxAdm	2.942	0,760	1,012	0,000	10,000
TxPerf	2.942	0,195	0,397	0,000	1,000
FIC	2.942	0,475	0,499	0,000	1,000
FocGest	2.942	73,811	23,935	3,846	100,000
FocFam	2.942	66,329	14,948	3,846	100,000
TamFam	2.942	6,829	0,955	0,000	7,767

Fonte: os autores.

Nota: Índ. Sharpe = Índice de Sharpe de cada fundo para o período de análise; Índ. Sharpe (positivo) = Índice de Sharpe de cada fundo para o período de análise (fundos com Índice de Sharpe negativo foram excluídos para essa variável); Índ. Sharpe (ajustado) = Índice de Sharpe ajustado, conforme proposto por Israelsen (2005), de cada fundo para o período de análise; TamFundo = tamanho do fundo, medido pelo logaritmo neperiano do patrimônio líquido médio do fundo no período; Idade = idade do fundo (em anos) em 31/12/2015; TxAdm = taxa máxima de administração cobrada anualmente pelos fundos; TxPerf = variável *dummy*, recebendo valor 1 para fundos que cobram taxa de performance, e 0 para os demais; FIC = variável *dummy*, recebendo valor 1 para fundo de investimento em cotas, e 0 para os demais; FocGest = *proxy* para o foco do gestor; FocFam = *proxy* para o foco da família; TamFam = *proxy* para o tamanho da família, mensurada pelo logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrada pela família.

Os resultados da Tabela 1 mostram que a taxa média de administração (variável TxAdm) cobrada pelos fundos da amostra é de 0,76% ao ano, e que 19,5% dos fundos multimercados da amostra cobram taxa de performance (variável TxPerf). Ademais, pode-se notar que 47,5% dos fundos são fundos de investimentos em cotas (variável FIC). Após a verificação da estatística descritiva das variáveis, apresentamos as Tabelas 2 e 3, que contêm as estimativas para o modelo de regressão desenvolvido. Por meio dessas Tabelas é possível avaliar o resultado para o teste das hipóteses apresentadas no referencial teórico.

Tabela 2 – Resultados da análise de regressão (Variáveis dependentes: Índ. Sharpe e Índ. Sharpe positivo)

Variáveis	Índ. Sharpe			Índ. Sharpe (Pos)		
	Mod. 01	Mod. 02	Mod. 03	Mod. 01	Mod. 02	Mod. 03
TamFundo	0,0522 ***	0,0530 ***	0,0506 ***	0,0224 ***	0,0224 ***	0,0273 ***
Idade	-0,0039 *	-0,0043 **	-0,0040 **	-0,0030	-0,0034	-0,0032
TxAadm	-0,0221 ***	-0,0233 ***	-0,0224 ***	-0,0231 ***	-0,0236 ***	-0,0263 ***
TxPerf	-0,0026	-0,0014	-0,0053	0,0282	0,0263	0,0401
FIC	0,0038	0,0038	0,0029	-0,0057	-0,0050	-0,0085
FocGest	0,0007	0,0017 ***		-0,0023 ***	-0,0016 ***	
FocFam	0,0024 ***		0,0031 ***	0,0018 **		0,0000
TamFam	0,0160 *	0,0193 **	0,0181 **	0,0060	0,0089	-0,0031
Constante	-1,1879 ***	-1,1308 ***	-1,1631 ***	-0,1351	-0,0816	-0,2039
n	2.942			1.556		

Fonte: os autores.

Tabela 3 – Resultados da análise de regressão (Variável dependente: Índice de Sharpe ajustado)

Variáveis	Índ. Sharpe (Ajust.)		
	Mod. 01	Mod. 02	Mod. 03
TamFundo	0,0497 ***	0,0503 ***	0,0520 ***
Idade	0,0102 ***	0,0098 ***	0,0104 ***
TxAadm	-0,0661 ***	-0,0672 ***	-0,0657 ***
TxPerf	-0,0109	-0,0099	-0,0072
FIC	0,1362 ***	0,1363 ***	0,1374 ***
FocGest	-0,0010	-0,0002	
FocFam	0,0021		0,0011
TamFam	0,0682 **	0,0710 **	0,0654 **
Constante	-1,5677 ***	-1,5188 ***	-1,6015 ***
n	2.942		

Fonte: os autores.

Nota para as Tabelas 2 e 3: Índ. Sharpe = Índice de Sharpe de cada fundo para o período de análise; Índ. Sharpe (positivo) = Índice de Sharpe de cada fundo para o período de análise (fundos com Índice de Sharpe negativo foram excluídos para essa variável); Índ. Sharpe (ajustado) = Índice de Sharpe ajustado, conforme proposto por Israelsen (2005), de cada fundo para o período de análise; TamFundo = tamanho do fundo, medido pelo logaritmo neperiano do patrimônio líquido médio do fundo no período; Idade = idade do fundo (em anos) em 31/12/2015; TxAadm = taxa máxima de administração cobrada anualmente pelos fundos; TxPerf = variável *dummy*, recebendo valor 1 para fundos que cobram taxa de performance, e 0 para os demais; FIC = variável *dummy*, recebendo valor 1 para fundo de investimento em cotas, e 0 para os demais; FocGest = *proxy* para o foco do gestor; FocFam = *proxy* para o foco da família; TamFam = *proxy* para o tamanho da família, mensurada pelo logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrada pela família. \*\*\* = significativo a 1%; \*\* = significativo a 5%; \* = significativo a 10%. Estatística *Variance Inflation Factor (VIF)*: abaixo de 2 para todas as variáveis independentes. Os níveis de significância consideram erros padrão robustos à heterocedasticidade.

Com o objetivo de evitar problemas com heterocedasticidade foram considerados erros padrão robustos para a estimativa dos parâmetros. No que se refere à

multicolinearidade, foi empregada a estatística *Variance Inflation Factor (VIF)*, que expressa o grau no qual cada variável dependente é explicada por outras variáveis, ou seja, o quanto as variáveis do modelo estão relacionadas entre si. Neste estudo, os resultados dos valores *VIF* de todas as variáveis foram menores do que 2, indicando que não há indícios de multicolinearidade entre as variáveis independentes. A realização desse procedimento se mostra relevante, uma vez que a violação de pressupostos pode indicar distorções nas estimativas dos coeficientes do modelo e, dessa forma, invalidar os resultados da análise.

Conforme as Tabelas 2 e 3, os resultados obtidos suportam parcialmente as duas hipóteses do estudo ( $H_1$  e  $H_2$ ). Em relação à  $H_1$ , de que o foco do gestor teria uma relação positiva com a rentabilidade dos fundos, os resultados indicaram que não necessariamente gestores com maior foco em fundos multimercados apresentaram melhor indicador de retorno ajustado ao risco (em média). O foco do gestor, quando avaliado de maneira separada do foco da família (Modelo 2), está positivamente associado com o Índice de Sharpe, mas o seu efeito (em média) não necessariamente é positivo entre os fundos com prêmio pelo risco positivo. Assim, tem-se que o conhecimento obtido com o foco, ao seguir uma estratégia consistente ao longo do tempo, aumentando a experiência e o nível de competência, tende a beneficiar investidores quando considerada a forma tradicional de cálculo do retorno ajustado ao risco (BUSSE, 1999; DELI, 2002; CICCOTELLO; MILES; WALSH, 2006).

No que diz respeito à  $H_2$ , verificou-se, a exemplo de estudos anteriores, que o foco da família de fundo de investimento tem relação positiva com a performance do fundo; ou seja, quanto mais especializada é a família de investimento, melhor tende a ser a sua performance.

Dessa maneira, no período averiguado, as famílias mais especializadas, mesmo como o controle no modelo pelo tamanho das famílias, apresentaram, em média, melhor performance para os referidos fundos que administram. Talvez haja alguma interação entre o foco da família e o foco do gestor do fundo, pois quando considerados de maneira separada, o nível de significância de seus coeficientes sofre alteração. Siggelkow (2003) defende que fundos mútuos pertencentes a famílias especializadas apresentam resultados melhores do que aqueles fundos de famílias menos especializadas (diversificadas). Isso ocorre em razão de as famílias que se especializam em uma pequena linha de produtos conseguirem proporcionar maiores retornos líquidos por desenvolverem melhor as competências e economias de escala ao investirem (CICCOTELLO; MILES; WALSH, 2006).

Além disso, os resultados evidenciam que o tamanho de um fundo concorre positivamente para o seu desempenho. Ou seja, quanto maior o fundo melhor tende a ser a sua performance. Esse resultado está de acordo com estudos nacionais anteriores de Castro e Minardi (2009) e Guterman (2009), demonstrando que há indícios de assimetria de informação no mercado brasileiro, o que possibilita a obtenção de ganhos anormais. Ademais, os resultados mostraram que, a exemplo do tamanho do fundo, o tamanho da família tem uma relação positiva com a rentabilidade do fundo de investimento (exceto para os casos de fundos com prêmio pelo risco positivo, em que a referida variável não foi estatisticamente significativa).

Ainda no que diz respeito à  $H_2$ , ela também apresenta indícios contrários à HEM em sua forma semiforte, pois quanto maior o foco da família em fundos multimercados, melhor a performance de seus fundos multimercados, o que contraria, pelo menos parcialmente, a Hipótese de Eficiência de Mercado em que os investidores não conseguem auferir retornos superiores ao risco enfrentado por cada ativo com base em informações públicas.

Ademais, verificou-se que a relação entre a idade do fundo e a performance se mostrou negativa para o Índice de Sharpe tradicional, mas positiva para o Índice de Sharpe ajustado, sendo esse resultado parcialmente diferente daqueles resultados obtidos por Dangl e Zechner (2008) e Milani e Ceretta (2013), que observaram um efeito negativo da idade sobre o desempenho. A taxa de administração apresentou um efeito negativo sobre o desempenho dos fundos, indicando que fundos com maiores valores para essas taxas tendem a apresentar menor performance, enquanto que a taxa de performance foi uma variável não significativa para explicar o retorno ajustado ao risco dos fundos da amostra.

## 5 CONCLUSÃO

Considerando a importância do mercado de capitais para a economia e o desenvolvimento de um país e o crescimento expressivo da indústria de fundos brasileira nos últimos anos, no presente estudo analisou-se a performance de 2.942 fundos multimercados no período de janeiro de 2012 a dezembro de 2015, a fim de verificar a relação entre o foco do gestor e a performance do fundo. Verificou-se, também, a relação entre o foco da família e o desempenho do fundo.

Os resultados demonstram que o foco do gestor apresentou relação positiva com a performance dos fundos quando considerado o Índice de Sharpe tradicional; porém, quando considerada uma subamostra contendo fundos com prêmio pelo risco

positivo, não necessariamente os gestores mais focados foram aqueles com melhor indicador de retorno ajustado ao risco (em média). Em relação ao foco e ao tamanho da família, os coeficientes indicaram uma relação positiva entre ambos e a performance. Embora as estatísticas para o fator de inflação de variância não terem indicado evidências de multicolinearidade, observou-se uma potencial interação entre as variáveis foco do gestor e foco da família. Assim, pode ser que o efeito decorrente do foco do gestor já esteja de alguma maneira refletido no foco ou mesmo no tamanho da família da qual o fundo faz parte, o que apresenta oportunidades para novas pesquisas sobre o assunto.

Quanto às variáveis de controle, observou-se que fundos maiores e fundos pertencentes a famílias maiores apresentaram melhores indicadores de performance. Por outro lado, fundos com maior taxa de administração apresentaram menor retorno ajustado ao risco. Um potencial argumento indicando que taxas de performance podem funcionar como incentivo à gestão não parece aderir à amostra de fundos utilizada neste estudo, o que pode apresentar algum efeito também decorrente do período estudado.

É importante ressaltar duas limitações deste estudo. A primeira está no fato de a análise dos dados basear-se apenas em fundos com dados completos disponíveis para o período estudado. Assim, não foi considerado o controle pelo viés de sobrevivência, pois os fundos que fecharam durante esse período foram excluídos da amostra (bem como aqueles fundos que iniciaram suas atividades durante o período). O período de estudo também representa uma limitação. Contudo, ampliar o período de estudo poderia indicar a necessidade de reduzir a quantidade de fundos com dados completos.

Em trabalhos futuros, sugere-se o estudo sobre famílias e gestores de fundos em outros países da América Latina, onde o nível de eficiência informacional pode ser equivalente ao observado no mercado brasileiro. Novos estudos podem também analisar se os resultados obtidos nesta pesquisa são sensíveis a diferentes medidas para o foco do gestor e o da família, bem como para o retorno ajustado ao risco, uma vez que a alteração na forma de se estimar o Índice de Sharpe promoveu diferenças nos coeficientes obtidos. A abordagem de outras categorias em novas amostras pode também ser objeto de estudo em novas pesquisas, englobando, por exemplo, fundos de renda fixa e fundos de ações. Sugere-se, ainda, que trabalhos futuros analisem se o foco do gestor proporciona também algum efeito na demanda dos investidores pelos fundos de gestores mais especializados.

## REFERÊNCIAS

ABAD, D.; RUBIA, A. Modelos de estimación de la probabilidad de negociación informada: una comparación metodológica en el mercado español. **Revista de Economía financiera**, n. 7, p. 26-53, 2005.

ACKERMANN, C.; MCENALLY, R.; RAVENSCRAFT, D. The Performance of Hedge Funds: risk, return, and incentives. **The Journal of Finance**, v. 54, i. 3, p. 833-874, 1999.

AGARWAL, V.; NAIK, N. Y. Multi-Period Performance Persistence Analysis of Hedge Funds. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 35, i. 3, p. 327-342, 2000.

AMIN, G. S.; KAT, H. M. Hedge Fund Performance 1990-2000: Do the “Money Machines” Really Add Value? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, i. 2, p. 251-274, 2003.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Indústria de Fundos de Investimentos**. (Anuário 2015). Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/anuariodefundos/2015/arqs/anuario2015.pdf>>. Acesso em: 05 out. 2015.

BENCIVENGA, V. R.; SMITH, B. D. Financial Intermediation and Endogenous Growth. **The Review of Economic Studies**, v. 58, i. 2, p. 195-209, 1991.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176-195, 2014.

BOLLEN, N. P. B.; BUSSE, J. A. Short-term persistence in mutual fund performance. **The Review of Financial Studies**, v. 18, n. 2, p. 569-597, 2005.

BRESSAN, V. G. F. et al. Rentabilidade e assimetria de informação em empresas selecionadas da Bovespa. **Revista Ciências Administrativas**, v. 13, n. 2, p. 233-233, 2007.

BRYANT, L. L. “Down but Not Out” mutual fund manager turnover within fund families. **Journal of Financial Intermediation**, v. 21, i. 4, p. 569-593, 2012.

BUSSE, J. A. Volatility timing in mutual funds: Evidence from daily returns. **Review of Financial Studies**, v. 12, i. 5, p. 1009-1041, 1999.

CAMARGOS, M. A.; ROMERO, J. A. R. Análise Empírica da Reação do Mercado de Capitais Brasileiro a Eventos Corporativos: Teste Conjunto da Hipótese de Eficiência de Mercado. *Revista de Gestão USP*, São Paulo, v. 13, n. 3, p. 57-74, 2006.

CASTRO, B. R.; MINARDI, A. M. A. F. Comparação do desempenho dos fundos de ações ativos e passivos. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 2, p. 143-161, 2009.

CHEVALIER, J.; ELLISON, G. Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives. **Journal of Political Economy**, v. 105, n. 6, p. 1167-1200, 1997.

CHI, J.; YANG, J.; YOUNG, M. Mutual funds' holdings and listed firms' earnings management: Evidence from China. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 28, p. 62-78, 2014.

CICCOTELLO, C. S.; MILES, J. A.; WALSH, L. S. Should investors choose funds from focused families? **Financial Services Review**, v. 15, i. 3, p. 247-264, 2006.

CLARE, A. et al. What impact does a change of fund manager have on mutual fund performance? **International Review of Financial Analysis**, v. 35, p. 167-177, 2014.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. 4. ed. EUA: Addison Wiley Publishing Company, 2005.

DANGL, T.; WU, Y.; ZECHNER, J. Market Discipline and Internal Governance in the Mutual Fund Industry. **Review of Financial Studies**, v. 21, i. 5, p. 2307-2343, 2008.

DAVIS, E. P. Institutional investors, financial market efficiency, and financial stability. **European Investment Bank (EIB) papers**, v. 8, i. 1, p. 77-107, 2003.

DELI, D. N. Mutual fund advisory contracts: An empirical investigation. **Journal of Finance**, v. 57, i. 1, p. 109-133, 2002.

EID JUNIOR, W.; SECURATO, J. R. **Financial Markets Development**: Evidence for Brazil, India and China. Version: 2010. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 08 out. 2015.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; BLAKE, C. R. Incentive fees and mutual funds. **The Journal of Finance**, v. 58, i. 2, p. 779-804, 2003.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Works. **The Journal of Finance**, v. 25, i. 2, p. 383-417, 1970.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, i. 5, 1991.

GOMES, F. A. R.; CRESTO, V. Avaliação do Desempenho dos Fundos Long-Short no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 4, p. 505-529, 2010.

GUTERMAN, M. **A Relação Convexa entre Desempenho e Captação de Fundos de Investimento no Brasil**. 2009. Dissertação (Mestrado em Economia)–Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2009.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. **Accounting Horizons**, v. 7, i. 1, p. 1-11, 1993.

HU, J.; CHANG, T. Decomposition of mutual fund underperformance. **Applied Financial Economics Letters**, v. 4, i. 5, p. 363-367, 2008.

HU, J.; YU, H.; WANG, Y. Manager Attributes and Fund Performance: Evidence from Taiwan. **Journal of Applied Finance & Banking**, v. 2, i. 4, p. 85-101, 2012.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **World Economic Outlook Database**. Oct. 2015. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/text.pdf>>. Acesso em: 15 dez. 2015.

IQUIAPAZA, R. A. et al. Condicionantes do crescimento dos fundos mútuos de renda fixa no Brasil. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 43, n. 3, p. 250-262, 2008.

IQUIAPAZA, R. A. **Performance, captação e foco das famílias de fundos de investimento**. 2009. 172 p. Tese (Doutorado em Administração)–Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2009.

ISRAELSEN, C. A refinement to the Sharpe ratio and information ratio. **Journal of Asset Management**, v. 5, i. 6, p. 423-427, 2005.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, i. 4, p. 305-360, 1976.

- JIAO, Y.; YE, P. Mutual fund herding in response to hedge fund herding and the impact on stock prices. **Journal of Banking and Finance**, v. 49, p. 131-148, 2014.
- JOAQUIM, G. P. G.; MOURA, M. L. Performance and persistence of Brazilian hedge funds during the financial crisis. **Brazilian Review of Finance**, v. 9, i. 4, p. 525-548, 2011.
- KEMPF, A.; RUENZI, S. Family matters: rankings within fund families and fund inflows. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 35, i. 12, p. 177-199, 2008.
- LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 165 p. Dissertação (Mestrado em Administração)—Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- LI, H.; ZHANG, X.; ZHAO, R. Investing in Talents: Manager Characteristics and Hedge Fund Performances. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 46, p. 59-82, 2011.
- MALAQUIAS, R. F. **Desempenho de Fundos Multimercados**. 2012. 102 p. Tese (Doutorado em Administração de Empresas)—Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2012.
- MALAQUIAS, R. F.; EID JUNIOR, W. Eficiência de Mercado e Desempenho de Fundos Multimercados. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 1, p. 119-142, 2013.
- MALAQUIAS, R. F.; EID JUNIOR, W. Fundos Multimercados: Desempenho, Determinantes do Desempenho e Efeito Moderador. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 4, p. 135-163, 2014.
- MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The journal of finance**, v. 7, i. 1, p. 77-91, 1952.
- MASSA, M. **Why so many mutual funds? Mutual fund families, market segmentation and financial performance**. 1998. Disponível em: <<http://faculty.insead.edu/massimo-massa/documents/why%20so%20many%20mutual%20funds.pdf>>. Acesso em: 15 dez. 2015.
- MILANI, B.; CERETTA, P. S. Tamanho e rentabilidade dos fundos brasileiros de investimento em ações. **Revista Alcance**, v. 19, n. 4, p. 461-475, 2013.

NARAYAN, P. K.; NARAYAN, S.; PRABHEESH, K. P. Stock returns, mutual fund flows and spillover shocks. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 29, p. 146-162, 2014.

OLIVEIRA FILHO, E. C. de. **Desempenho de fundos de investimento em ações brasileiros**. 2008. 111 p. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas)– Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

PRATHER, L.; BERTIN, W. J.; HENKER, T. Mutual fund characteristics, managerial attributes, and fund performance. **Review of Financial Economics**, v. 13, i. 4, p. 305-326, 2004.

ROCHMAN, R. R.; EID JUNIOR, W. Fundos de investimento ativos e passivos no Brasil: comparando e determinando os seus desempenhos. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: Anpad, 2006.

ROCHMAN, R. R.; EID JUNIOR, W. Insiders conseguem retornos anormais? Estudos de eventos sobre as operações de insiders das empresas de governança corporativa diferenciada da Bovespa. In: 7º Encontro Brasileiro de Finanças, 7., 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SBFIn, 2007.

SIGGELKOW, N. Why focus? A study of intra-industry focus effects. **The Journal of Industrial Economics**, v. 51, i. 2, p. 121-150, 2003.

TIZZIANI, E. et al. The Disposition Effect in the Brazilian Equity Fund Industry. **Brazilian Review of Finance**, v. 8, i. 4, p. 383-416, 2010.

ZENG, Y.; YUAN, Q.; ZHANG, J. Blurred Stars: Mutual fund ratings in the shadow of conflicts of interest. **Journal of Banking and Finance**, v. 60, p. 284-295, 2015.

### Como citar este artigo:

ABNT

MOREIRA, Patrícia Olivo; TAVARES, Vitor Borges; MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes. Performance e foco do gestor em fundos multimercados. **RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, Joaçaba: Ed. Unoesc, v. 16, n. 2, p. 633-654, maio/ago. 2017. Disponível em: <<http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>>. Acesso em: dia/mês/ano.

APA

Moreira, P. O., Tavares, V. B., & Malaquias, R. F. (2017). Performance e foco do gestor em fundos multimercados. *RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 16(2), 633-654. Recuperado em dia/mês/ano, de <http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>